

CitiWeekly

Bez większych niespodzianek po TSUE

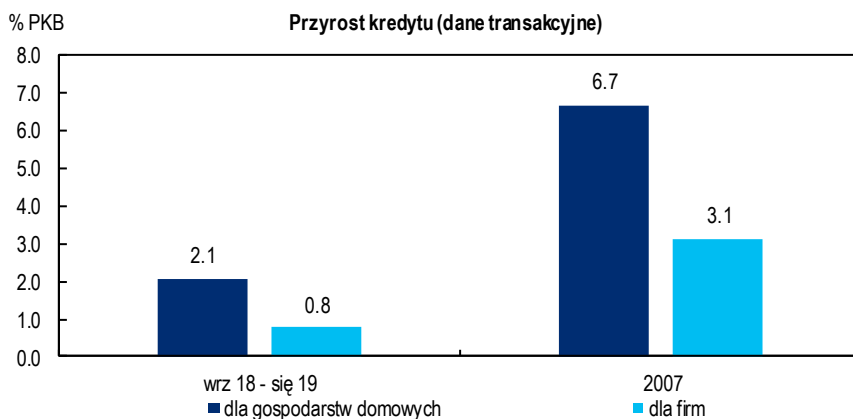
- Wyroki Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) w pierwszej polskiej sprawie związanej z kredytami walutowymi okazał się w znacznym stopniu zgodny z wcześniejszą opinią rzecznika generalnego TSUE. Po jego ogłoszeniu złoty lekko umocnił się, a kurs EUR/PLN spadł do około 4,33, wobec niemal 4,38 w dniach poprzedzających wyrok. Reakcja kursu sugeruje, że część inwestorów obawiała się, iż ostateczna decyzja TSUE mogłaby stać się podstawą do szybkiego przewalutowania znacznej części portfela kredytów hipotecznych w kraju (a takie przewalutowanie wiązałoby się z koniecznością zakupu walut w celu domknięcia pozycji walutowej przez banki). Od początku uważaliśmy takie obawy za przesadzone.
- Nasz scenariusz makroekonomiczny nie zmienia się po ogłoszeniu wyroku TSUE. Przede wszystkim, nie spodziewamy się automatycznego przewalutowywania kredytów na złote. Można oczekiwać, że liczba „frankowych” spraw sądowych będzie rosła, jednak na ich rozstrzygnięcie będzie trzeba czekać latami. Do przewalutowania kredytu (lub jego spłacenia) będzie ewentualnie dochodzić dopiero po zakończeniu spraw sądowych, a więc cały proces będzie rozłożony w czasie. Z tego względu ryzyko znacznej presji na osłabienie złotego z tego tytułu wydaje się nam niewielkie.
- Gdyby (wbrew naszym oczekiwaniom) złoty zaczął szybko tracić na wartości, NBP ma potencjał do przeprowadzenia stabilizującej interwencji. Według naszych szacunków obecny poziom rezerw walutowych jest o około 16 mld euro wyższy niż dolna granica zalecanych rezerw według metryki MFW. Pozwala to na prowadzenie nawet znacznych interwencji, gdyby argument stabilności finansowej tego wymagał.
- Główne ryzyko (nie uwzględnione jeszcze w naszych prognozach) jest związane z tym, że część banków starających się utrzymywać wysoki poziom kapitałów w oczekiwaniu na ewentualne przewalutowania może prowadzić bardzo ostrożną politykę kredytową. W rezultacie wzrost gospodarczy mógłby być o kilka dziesiątych niższy niż obecnie zakładamy.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdopo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 19	4,39	3,99	4,93	1,10	1,50	-0,50	1,72	-0,50	1,75
IV KW 20	4,32	3,79	4,97	1,14	1,50	-0,50	1,72	-0,25	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 17.09.2019 r., pozostałe prognozy z dnia 25.09.2019 r.

Wykres 1. Obecnie wzrost gospodarczy w mniejszym stopniu zależy od wzrostu kredytu, co powinno łagodzić negatywny wpływ związany z ewentualnym zmniejszeniem podaży kredytu.



Źródło: NBP, GUS, szacunki Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

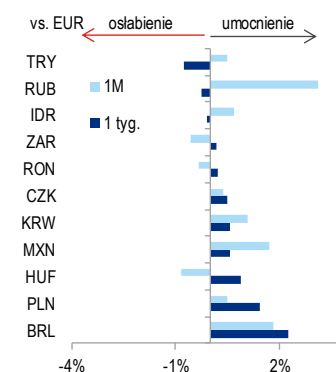
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



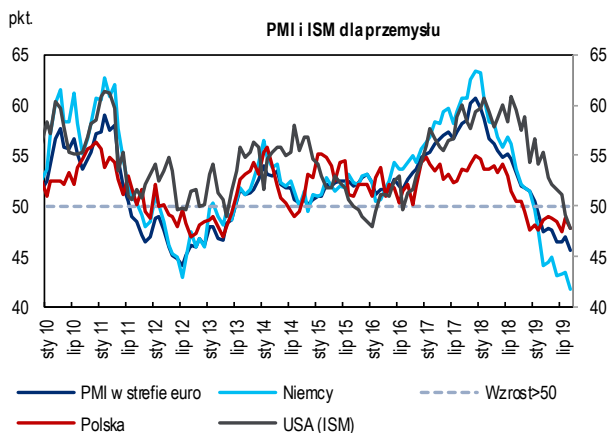
Według stanu na dzień 4.10.2019 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

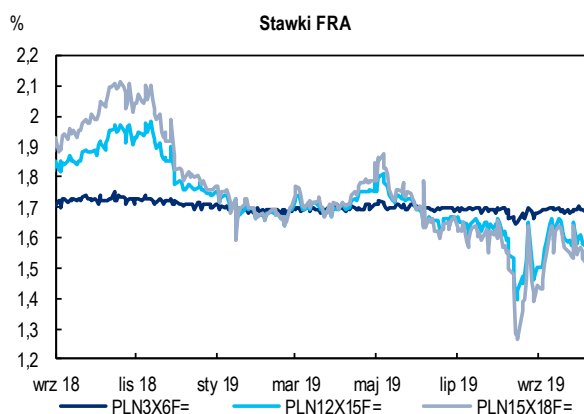
Wykres 3. Bardzo słabe odczyty indeksów koniunktury w przemyśle



- PMI dla przemysłu obniżył się we wrześniu do 47,8 pkt z 48,8 przy spadku nowych zamówień zarówno krajowych jak i zagranicznych. Indeks zamówień był najniższy od ponad 10 lat. Słaby wynik PMI był zgodny z najniższymi odczytami PMI dla strefy euro i Niemiec i sądzymy, że wpłynie negatywnie na produkcję przemysłową. Niemniej oczekujemy, że wzrost PKB będzie wspierany przez konsumpcję prywatną i osiągnie w II połowie roku 4,3%.
- Negatywny wydzźwięk miały także dane ISM dla przemysłu w USA, który rozczarował osiągając najniższy poziom od połowy 2009 r. i zwiększył obawy o wpływ na sektor usług. Choć dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA były dosyć solidne to również okazały się słabsze od oczekiwań. W rezultacie oczekujemy obecnie jeszcze jednej obniżki stóp procentowych w USA o 25 pb na najbliższym posiedzeniu w październiku.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

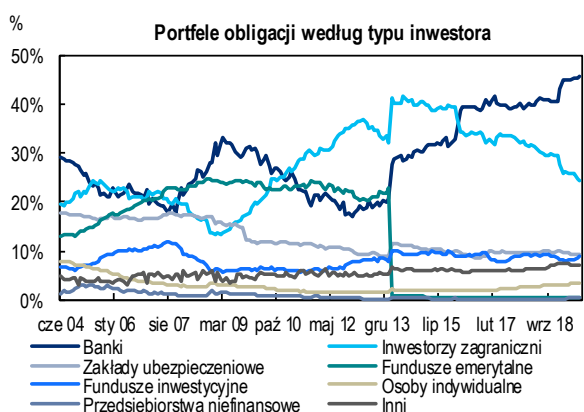
Wykres 4. Inflacja spadła bardziej niż zakładano a RPP podtrzymała opinię o utrzymaniu stabilnych stóp jak najdłużej



- Wstępny odczyt inflacji wyniósł 2,6% i był niższy od prognoz, nie tylko za sprawą niższej niż zakładaliśmy dynamiki cen żywności, lecz również niższej inflacji bazowej. Sądzymy, że inflacja bazowa wyniosła we wrześniu 2,3%. Oczekujemy także wzrostu inflacji CPI do 3% na koniec roku i przejściowo do niemal 4% na początku przyszłego roku.
- RPP nie zmieniła stóp procentowych w październiku, a zdaniem prezesa NBP ostatnie dane z gospodarki przyczyniły się do zmniejszenia oczekiwań na podwyżki stóp. Jego zdaniem spowolnienie w strefie euro w końcu wpłynie na wzrost w Polsce, ale łagodniejsza polityka fiskalna jest wystarczającą odpowiedzią na tą sytuację. W rezultacie, w ocenie prezesa NBP, stopy procentowe mogą pozostać niezmienione nawet do końca kadencji Rady (co jest też zgodne z naszym bazowym scenariuszem).

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Inwestorzy zagraniczni wciąż ograniczali portfele krajowych obligacji skarbowych



- Według danych Ministerstwa Finansów w sierpniu banki krajowe i fundusze inwestycyjne zwiększyły swoje zaangażowanie na krajowym rynku obligacji. Z kolei inwestorzy zagraniczni ponownie ograniczyli swoje pozycje o ok. 1,7 mld zł, co daje 25,6 mld zł w skali roku. Wśród inwestorów zagranicznych sprzedawały fundusze inwestycyjne i inwestorzy skupieni w kategorii „inni”, podczas gdy zagraniczne banki kupowały obligacje. Ograniczanie ekspozycji kontynuowali inwestorzy z USA, a zmniejszali pozycje także inwestorzy z Austrii i Irlandii. Pozycje zwiększali inwestorzy z Francji i Wielkiej Brytanii.
- Nie oczekujemy zmian ratingu Polski ze strony agencji ratingowych S&P oraz Moody's (11.10.2019).

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 paź	PONIEDZIAŁEK						
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VIII	1,4	-0,3	-2,7
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	-3	-3,3	5,6
8 paź	WTOREK						
03:45	CN	PMI dla usług (Caixin)	pkt	IX	--	--	52,1
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0,5	-0,1	-0,6
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	IX	3,1	2,9	3,1
9 paź	ŚRODA						
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	VIII	--	0,4	0,4
10 paź	CZWARTEK						
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	IX	2,8	2,9	2,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	217	219
14:30	USA	Inflacja CPI - niewyrównana sezonowa	% m/m	IX	0,1	0,1	0,1
11 paź	PIĄTEK						
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan - wstępny	pkt	X	91,2	92	93,2
13 paź	NIEDZIELA						
	PL	Wybory parlamentarne					

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	478	472	528	586	597	676
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.250	2.383
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.421	12.288	13.746	15.267	15.590	17.645
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,3	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,5	4,0
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	8,9	4,8
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,5	4,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,6	4,5
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	5,8	6,5
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	6,5	7,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,2	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,4	2,8
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	7,0	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,44	4,91	3,39	7,01	7,90	7,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,40	2,40
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	4,03	3,75
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,89	3,91
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,39	4,31
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,32	4,36
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-1,8	-3,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-0,3	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-5,0	-5,1
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	271,0	311,0
Import	198,5	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	275,9	316,1
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	27,5	28,7
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,3	-24,4
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-1,3	-0,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,1	0,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	45,2	44,0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A., wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r., o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r., w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc., mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamy bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym, Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc., lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A., z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.